



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

EDITORIAL

Pe baza analizelor economice și monetare periodice, Consiliul guvernatorilor a hotărât, în ședința din data de 3 martie 2011, ca ratele dobânzilor reprezentative ale BCE să rămână nemodificate. Informațiile care au devenit disponibile ulterior ședinței din data de 3 februarie 2011 indică o creștere a inflației, în special ca urmare a scumpirii materiilor prime. Analiza economică relevă faptul că există riscuri în sensul creșterii la adresa perspectivelor privind evoluția prețurilor, expansiunea masei monetare fiind în continuare temperată. Datele economice recente confirmă persistența premiselor favorabile activității economice în zona euro; totuși, gradul de incertitudine se menține ridicat. Caracterul foarte acomodativ al orientării actuale a politicii monetare reprezintă un important factor de susținere a activității economice. Este esențial ca recenta creștere a inflației să nu conducă la presiuni inflaționiste generalizate pe termen mediu. Este necesară o atitudine deosebit de vigilentă, în vederea limitării riscurilor în sensul creșterii la adresa stabilității prețurilor. În ansamblu, Consiliul guvernatorilor este în continuare pregătit să intervină ferm și cu promptitudine pentru a se asigura că riscurile în sensul creșterii la adresa stabilității prețurilor pe termen mediu nu se vor materializa. Ancorarea fermă a anticipațiilor inflaționiste rămâne primordială.

Consiliul guvernatorilor a hotărât, de asemenea, continuarea derulării operațiunilor principale de refinanțare (OPR) și a operațiunilor excepționale de refinanțare cu scadența egală cu o perioadă de aplicare, sub forma unor proceduri de licitație cu rată fixă a dobânzii și alocare integrală, atât timp cât va fi necesar și cel puțin până la încheierea celei de-a șasea perioade de aplicare a rezervelor minime obligatorii din anul 2011, respectiv până la data de 12 iulie 2011. Totodată, Consiliul guvernatorilor a hotărât să efectueze operațiuni de refinanțare pe termen lung (ORTL) cu scadența la trei luni, care urmează să fie alocate la 27 aprilie, 25 mai și, respectiv, 29 iunie 2011, sub forma unor proceduri de licitație cu rată fixă și alocare integrală. Ratele fixe aferente acestor operațiuni la trei luni vor fi stabilite la nivelul ratei dobânzii medii la OPR pe durata de desfășurare a ORTL respective.

După cum s-a menționat anterior, furnizarea de lichiditate și modalitățile de alocare a acesteia vor fi ajustate în mod corespunzător, luând în considerare faptul că toate măsurile neconvenționale adoptate în perioada caracterizată de tensiuni acute pe piețele financiare

sunt concepute a avea un caracter temporar. Prin urmare, Consiliul guvernatorilor va continua să monitorizeze, cu deosebită atenție, toate evoluțiile din perioada următoare.

În ceea ce privește analiza economică, după creșterea de 0,3% consemnată de PIB real al zonei euro în trimestrele III și IV 2010 comparativ cu trimestrul anterior, datele statistice și rezultatele din sondaje publicate recent confirmă menținerea premiselor favorabile activității economice în zona euro la începutul anului 2011. Privind în perspectivă, se preconizează că exporturile zonei euro vor fi în continuare susținute de redresarea în curs a economiei mondiale. Totodată, având în vedere nivelul relativ ridicat al încrederii sectorului corporativ din zona euro, cererea internă a sectorului privat ar trebui să contribuie într-o măsură tot mai mare la creșterea economică, beneficiind de orientarea foarte acomodativă a politicii monetare și de măsurile adoptate în vederea ameliorării funcționării sistemului financiar. Totuși, se anticipează că relansarea activității economice va fi relativ temperată de procesul de ajustare bilanțieră din diferite sectoare.

Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna martie 2011 confirmă această evaluare, anticipând un ritm anual de creștere a PIB real cuprins între 1,3% și 2,1% în anul 2011 și între 0,8% și 2,8% în anul 2012. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna decembrie 2010, limitele inferioare ale acestor intervale de variație s-au deplasat către limita superioară, reflectând ameliorarea perspectivelor privind economia mondială – și, implicit, exporturile zonei euro –, precum și a celor privind cererea internă. Proiecțiile experților BCE din luna martie 2011 sunt, în general, în concordanță cu prognozele organizațiilor internaționale.

În evaluarea Consiliului guvernatorilor, balanța riscurilor la adresa acestor perspective economice este, în linii mari, echilibrată, într-un context grevat de incertitudini pronunțate. Pe de o parte, este posibilă intensificarea în continuare a schimburilor comerciale internaționale într-un ritm mai alert decât cel anticipat, ceea ce va susține exporturile zonei euro. De asemenea, nivelul ridicat al încrederii sectorului corporativ ar putea sprijini activitatea economică internă din zona euro într-o măsură mai semnificativă decât se anticipează în prezent. Pe de altă parte, riscurile în sensul scăderii se referă la persistența tensiunilor pe anumite segmente ale piețelor financiare și la eventualele repercusiuni ale acestora asupra economiei reale a zonei euro. În plus, riscurile în sensul scăderii provin și din noi scumpiri ale materiilor prime, având în vedere în special reintensificarea tensiunilor geopolitice, din existența unor presiuni protecționiste, precum și din posibilitatea unei corecții dezordonate a dezechilibrelor pe plan internațional.

În ceea ce privește evoluția prețurilor, potrivit estimării preliminare a Eurostat, rata anuală a inflației IAPC în zona euro s-a situat la 2,4% în luna februarie 2011, față de 2,3% în luna ianuarie 2011. Creșterea consemnată de ratele inflației la începutul anului 2011 reflectă îndeosebi prețurile mai ridicate ale materiilor prime. Presiunile generate de majorarea semnificativă a prețurilor produselor energetice și ale alimentelor sunt vizibile și în etapele inițiale ale procesului de producție. Este esențial ca accentuarea inflației IAPC să nu genereze efecte de runda a doua și, implicit, presiuni inflaționiste generalizate pe termen mediu. Anticipațiile inflaționiste pe termen mediu și lung trebuie să rămână ferm ancorate la niveluri compatibile cu obiectivul Consiliului guvernatorilor de a menține, pe termen mediu, rate ale inflației inferioare, dar apropiate de 2%.

Conform proiecțiilor macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna martie 2011, rata anuală a inflației IAPC se va situa între 2,0% și 2,6% în anul 2011 și între 1,0% și 2,4% în anul 2012. Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului din luna decembrie 2010, intervalele de variație pentru inflația IAPC s-au deplasat în sus. Această evoluție se datorează în principal majorării semnificative a prețurilor produselor energetice și ale alimentelor. Ar trebui subliniat că proiecțiile se bazează pe cotațiile *futures* ale materiilor prime de la jumătatea lunii februarie 2011 și, prin urmare, nu iau în considerare cele mai recente creșteri ale prețului petrolului. De asemenea, trebuie evidențiat faptul că proiecțiile includ ipoteza menținerii unui comportament moderat de stabilire a prețurilor și salariilor.

Balanța riscurilor la adresa perspectivelor pe termen mediu privind evoluțiile prețurilor este înclinată în sensul creșterii. Riscurile se referă, în special, la creșteri ale prețurilor produselor energetice și ale materiilor prime non-energetice superioare celor prognozate. De asemenea, ținând seama de necesitatea consolidării fiscale în anii următori, majorările impozitelor indirecte și ale prețurilor administrate ar putea depăși așteptările. Riscurile provin și din presiuni inflaționiste interne mai puternice decât cele anticipate, în contextul redresării în curs a activității economice. Comportamentul de stabilire a prețurilor și salariilor nu ar trebui să genereze efecte de runda a doua generalizate, rezultate din scumpirea materiilor prime.

În ceea ce privește analiza monetară, ritmul anual de creștere a agregatului monetar M3 a decelerat până la 1,5% în luna ianuarie 2011, de la 1,7% în luna decembrie 2010, în timp ce dinamica anuală a creditelor acordate sectorului privat s-a intensificat la 2,4% în luna ianuarie 2011, față de 1,9% în luna anterioară. Făcând abstracție de evoluțiile lunare și de efectele unor factori speciali, trendurile consemnate de ritmurile de creștere a masei

monetare și a creditului confirmă evaluarea privind expansiunea încă temperată a masei monetare și persistența presiunilor inflaționiste scăzute pe termen mediu și lung. Totodată, dinamica redusă a masei monetare și a creditului a condus, până în prezent, la o inversare doar parțială a acumulărilor semnificative de lichiditate din economie înregistrate în intervalul anterior celui caracterizat de tensiuni financiare. Lichiditatea poate facilita acomodarea presiunilor inflaționiste resimțite, în prezent, pe piețele materiilor prime ca urmare a creșterii economice puternice și a volumului mare de lichiditate la nivel mondial.

Din perspectiva componentelor M3, dinamica anuală a M1 a continuat să se tempereze până la 3,2% în luna ianuarie 2011, reflectând remunerarea preponderent scăzută a depozitelor *overnight*. Totodată, curba randamentelor a devenit relativ mai abruptă la începutul anului, sugerând scăderea în continuare a atractivității instrumentelor pe termen scurt incluse în M3 comparativ cu instrumentele pe termen lung care nu sunt incluse în acest agregat, mai bine remunerate.

Din perspectiva contrapartidelor, accelerarea ritmului anual de creștere a creditelor bancare acordate sectorului privat în luna ianuarie 2011 s-a datorat volumului mai mare de credite acordate atât populației, cât și societăților nefinanciare. Dinamica împrumuturilor acordate societăților nefinanciare a devenit pozitivă, situându-se la 0,4% în luna ianuarie 2011, față de -0,2% în luna anterioară, în timp ce ritmul de creștere a creditelor acordate populației s-a intensificat în continuare până la 3,1%, de la 2,9% în luna decembrie 2010. În ansamblu, activitatea de creditare a sectorului privat nefinanciar s-a consolidat treptat în ultimele trimestre, pe fondul accelerării procesului de redresare economică.

Cele mai recente date confirmă, de asemenea, creșterea volumului de credite acordate de bănci economiei zonei euro, dimensiunea totală a bilanțurilor acestora rămânând, în linii mari, nemodificată. Este important ca, în contextul dinamizării cererii, băncile să extindă în continuare volumul de credite acordate sectorului privat. În acest sens, este esențial ca băncile, în cazul în care este necesar, să nu distribuie profitul, să se orienteze către piață în vederea consolidării în continuare a bazei de capital sau să valorifice la maximum măsurile de asistență financiară adoptate de autoritățile guvernamentale în vederea recapitalizării. Îndeosebi băncile care dispun în prezent de acces limitat la finanțare pe piață trebuie să adopte măsuri urgente de majorare a capitalului și de sporire a eficienței.

În concluzie, Consiliul guvernatorilor a hotărât ca ratele dobânzilor reprezentative ale BCE să rămână nemodificate. Informațiile care au devenit disponibile ulterior ședinței din data de 3 februarie 2011 indică o creștere a inflației, în special ca urmare a scumpirii

materiilor prime. Analiza economică relevă faptul că există riscuri în sensul creșterii la adresa perspectivelor privind evoluția prețurilor, coroborarea acestei analize cu analiza monetară sugerând că expansiunea masei monetare este în continuare temperată. Datele economice recente confirmă persistența premiselor favorabile activității economice în zona euro; totuși, gradul de incertitudine se menține ridicat. Caracterul foarte acomodativ al orientării actuale a politicii monetare reprezintă un important factor de susținere a activității economice. Este esențial ca recenta creștere a inflației să nu conducă la presiuni inflaționiste generalizate pe termen mediu. Este necesară o atitudine deosebit de vigilentă, în vederea limitării riscurilor în sensul creșterii la adresa stabilității prețurilor. În ansamblu, Consiliul guvernatorilor este în continuare pregătit să intervină ferm și cu promptitudine pentru a se asigura că riscurile în sensul creșterii la adresa stabilității prețurilor pe termen mediu nu se vor materializa. Ancorarea fermă a anticipațiilor inflaționiste rămâne primordială.

Cu privire la politicile fiscale, toate autoritățile guvernamentale trebuie să implementeze integral programele de consolidare fiscală în anul 2011. Acolo unde este necesar, trebuie aplicate rapid măsuri corective suplimentare pentru facilitarea progreselor în atingerea sustenabilității fiscale. După anul 2011, țările trebuie să prezinte măsuri ambițioase și concrete în programele de ajustare multianuale pentru a susține credibilitatea obiectivelor de consolidare fiscală destinate asigurării unei corecții rapide a deficitelor excesive și revenirii la o poziție bugetară aproape de echilibru sau excedentară. Consolidarea încrederii în sustenabilitatea finanțelor publice este fundamentală, deoarece va reduce primele de risc încorporate în ratele dobânzilor și va îmbunătăți condițiile necesare pentru o creștere economică solidă și durabilă.

Totodată, este esențială implementarea unor reforme structurale substanțiale și cuprinzătoare în zona euro, în vederea consolidării potențialului de creștere, a competitivității și a flexibilității. În cazul piețelor de bunuri și servicii, ar trebui urmărită în continuare aplicarea unor politici care să stimuleze concurența și inovarea. Pe piața forței de muncă, trebuie să se acorde prioritate creșterii flexibilității salariilor și stimulării muncii, precum și eliminării rigidităților.

Criza actuală a datoriilor publice din zona euro a accentuat necesitatea unor reforme ambițioase ale cadrului de guvernare economică al zonei euro. Consiliul guvernatorilor consideră că propunerile legislative prezentate de Comisia Europeană reprezintă un progres în ameliorarea supravegherii economice și bugetare în zona euro. Totuși, acestea nu sunt suficient de ambițioase pentru a determina schimbările radicale pe care le necesită

supravegherea zonei euro, în vederea asigurării funcționării fără sincope a Uniunii Economice și Monetare. După cum s-a menționat în avizul BCE din 17 februarie 2011 cu privire la aceste propuneri, se impun cerințe mai stricte, proceduri cu un grad de automatism mai ridicat și o atenție sporită acordată celor mai vulnerabile țări care se confruntă cu pierderi de competitivitate pentru a garanta că noul cadru va fi cu adevărat eficient pe termen lung.

Această ediție a Buletinului lunar cuprinde un articol care prezintă elementele esențiale ale reformei guvernancei economice în zona euro.

REZUMATELE CAPITOLELOR DIN BULETINUL LUNAR AL BCE, MARTIE 2011 EVOLUȚII ECONOMICE ȘI MONETARE

1 MEDIUL EXTERN AL ZONEI EURO

Redresarea economiei mondiale a devenit din ce în ce mai autosusținută începând cu ultimele luni ale anului 2010, în pofida persistenței tiparelor divergente de creștere de la o țară/regiune la alta. Totodată, presiunile inflaționiste la nivel global înregistrează o intensificare, alimentată în special de scumpirea petrolului și a materiilor prime exclusiv petrolul. Deși ratele inflației s-au menținut până în prezent la niveluri moderate în economiile dezvoltate, în a doua jumătate a anului 2010 și la începutul anului 2011 a avut loc o creștere treptată. În economiile emergente dinamice și energo-intensive, ratele inflației au crescut substanțial, în unele țări producându-se presiuni din cauza supraîncălzirii economiei.

2 EVOLUȚII MONETARE ȘI FINANCIARE

2.1 MONEDA ȘI CREDITELE ACORDATE DE IFM

Făcând abstracție de impactul factorilor speciali din ultimele luni, datele monetare până la nivelul lunii ianuarie 2011 semnaleză în continuare un reviriment treptat consemnat de dinamica anuală a M3 și a împrumuturilor IFM acordate sectorului privat. Această redresare se caracterizează deocamdată prin ritmuri modeste de creștere și este în concordanță cu evaluarea referitoare la caracterul moderat al expansiunii monetare de bază și la presiuni inflaționiste scăzute pe termen mediu și lung. Evoluțiile sectoriale la nivelul activității de creditare a sectorului privat confirmă redresarea treptată a împrumuturilor acordate societăților nefinanciare, a căror dinamică anuală a reintrat în teritoriu pozitiv în luna ianuarie 2011 pentru prima dată din trimestrul III 2009. Ritmul

anual de creștere a împrumuturilor către populație s-a menținut în linii mari la valorile pozitive consemnate anterior.

2.2 PLASAMENTE FINANCIARE ALE SECTOARELOR NEFINANCIARE ȘI ALE INVESTITORILOR INSTITUȚIONALI

Dinamica anuală a plasamentelor financiare totale ale sectoarelor nefinanciare s-a intensificat ușor până la 2,8% în trimestrul III 2010, în principal pe seama expansiunii mai accelerate a investițiilor financiare realizate de societățile nefinanciare. Influxul anual aferent acțiunilor /unităților organismelor de plasament colectiv a continuat să se restrângă în ultimul trimestru al anului 2010. Ritmul anual de creștere a plasamentelor financiare realizate de societățile de asigurări și fondurile de pensii s-a intensificat marginal în trimestrul III 2010.

2.3 RATELE DOBÂNZILOR PE PIAȚA MONETARĂ

Ratele dobânzilor de pe piața monetară s-au majorat în intervalul decembrie 2010 – martie 2011, manifestând în continuare un grad ridicat de volatilitate. Evoluția reflectă parțial așteptările privind majorarea ratelor dobânzilor pe scadențele mai lungi de pe piața monetară. Din perspectiva scadenței *overnight*, volatilitatea a persistat și în cazul evoluției EONIA, pe fondul ameliorării în continuare a condițiilor de pe piețele monetare și în contextul unor condiții mai echilibrate de lichiditate.

2.4 PIAȚA OBLIGAȚIUNILOR

În perioada cuprinsă între sfârșitul lunii noiembrie 2010 și 2 martie 2011, randamentele obligațiunilor guvernamentale pe termen lung cotate AAA în zona euro și în Statele Unite au înregistrat creșteri de aproximativ 40 puncte de bază și, respectiv, 70 puncte de bază. Ascensiunea randamentelor a reflectat îndeosebi ritmul pozitiv al creșterii economice în zona euro și în Statele Unite. Această evoluție a fost numai parțial contracarată de presiunile în sens descendent asociate plasamentelor de siguranță, în contextul tensiunilor politice manifestate în nordul Africii și Orientul Mijlociu în luna februarie. Volatilitatea implicită a piețelor de obligațiuni s-a situat la niveluri relativ ridicate pe ambele maluri ale Atlanticului. Măsurile de pe piețele financiare referitoare la anticipațiile privind inflația pe termen lung s-au amplificat în mică măsură și continuă să sugereze că anticipațiile privind inflația rămân ferm ancorate. *Spread*-urile aferente randamentelor obligațiunilor suverane emise în zona euro au cunoscut o ușoară îngustare la nivelul tuturor țărilor din zona euro, cu excepția Portugaliei. De asemenea, *spread*-urile aferente randamentelor obligațiunilor emise atât de societățile financiare, cât și de cele nefinanciare au consemnat reduceri ușoare pe toate categoriile de *rating*.

2.5 PIAȚA ACȚIUNILOR

Indicii în sens larg ai piețelor acțiunilor în zona euro și în Statele Unite au înregistrat, în general, creșteri în urma publicării unor date economice pozitive, a anunțurilor privind rezultatele financiare pozitive și a redresării ușoare a apetitului pentru risc în ultimele 3 luni. Tensiunile politice manifestate în nordul Africii și Orientul Mijlociu în luna februarie au estompat într-o anumită măsură aceste evoluții pozitive. Incertitudinile de pe piețele acțiunilor în zona euro s-au diminuat în cea mai mare parte a perioadei analizate, dar s-au intensificat semnificativ ulterior declanșării conflictelor în plan politic.

2.6 FINANȚAREA ȘI SITUAȚIA FINANCIARĂ A SOCIETĂȚILOR NEFINANCIARE

Costul real de finanțare a societăților nefinanciare din zona euro s-a majorat în trimestrul IV 2009, ceea ce reflectă amplificarea costurilor în cazul tuturor subcategoriilor și, mai cu seamă, în cazul costului finanțării prin îndatorare pe piață. De curând, deși costul real asociat finanțării prin îndatorare pe piață a continuat să crească, costul real al capitalului s-a diminuat într-o anumită măsură. În privința fluxurilor de finanțare, ritmul anual de creștere a împrumuturilor contractate de societățile nefinanciare a înregistrat valori negative mai mici în trimestrul IV 2010 și a revenit la valori pozitive în luna ianuarie 2011, pentru prima dată din august 2009. Aceasta sugerează atingerea unui punct de inflexiune la nivelul dinamicii creditului în lunile anterioare din 2010. Activitatea de emisiune a titlurilor de credit de către societățile nefinanciare a continuat să înregistreze o moderare în trimestrul IV 2010, dar s-a menținut la cote ridicate.

2.7 FINANȚAREA ȘI SITUAȚIA FINANCIARĂ A SECTORULUI GOSPODĂRIILE POPULAȚIEI

În trimestrul IV 2010, condițiile de finanțare a sectorului gospodăriile populației s-au caracterizat prin rate în general stabile ale dobânzilor la creditele bancare, care au înregistrat totuși o ușoară creștere în luna ianuarie 2011. Standardele de creditare asociate împrumuturilor acordate populației pentru consum și pentru achiziționarea de locuințe au devenit ușor mai restrictive către sfârșitul anului 2010. Ritmul anual de creștere a volumului creditelor acordate de IFM sectorului gospodăriile populației s-a accelerat în luna ianuarie 2011 comparativ cu trimestrul IV 2010, dar, pe ansamblu, dinamica anuală a creditelor contractate de acest sector a continuat să manifeste semne de stabilizare. Se apreciază că raportul dintre datoriile și veniturile acestui sector a consemnat doar o ușoară majorare în trimestrul IV 2010, iar povara cheltuielilor cu dobânzile s-a menținut, în general, constantă, după scăderea înregistrată în trimestrul anterior.

3 PREȚURI ȘI COSTURI

Conform estimării preliminare a Eurostat, rata anuală a inflației IAPC s-a situat la 2,4% în luna februarie 2011, comparativ cu 2,3% în luna ianuarie. Creșterea ratei inflației la începutul anului 2011 reflectă în mare măsură majorarea prețurilor materiilor prime. Anticipațiile inflaționiste pe termen mediu și lung sunt în continuare ferm ancorate la niveluri compatibile cu obiectivul Consiliului guvernatorilor de a menține rate ale inflației inferioare, dar apropiate de 2% pe termen mediu. Proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna martie 2011 anticipează o rată anuală a inflației IAPC situată între 2,0% și 2,6% în anul 2011 și între 1,0% și 2,4% în anul 2012. Riscurile asociate evoluției anticipate a prețurilor pe termen mediu sunt în sensul creșterii.

4 PRODUCȚIA, CEREREA ȘI PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ

Activitatea economică în zona euro a fost în expansiune de la jumătatea anului 2009, cele mai recente rate trimestriale de creștere fiind de 0,3% în trimestrele III și IV 2010. Ca urmare, PIB a crescut cu 1,7% în anul 2010. Datele statistice și rezultatele sondajelor recente confirmă, în general, menținerea premiselor favorabile activității economice la începutul anului 2011. În perspectivă, exporturile zonei euro ar trebui să fie susținute în continuare de redresarea economiei mondiale. Totodată, având în vedere nivelul relativ ridicat al încrederii sectorului corporativ din zona euro, cererea internă a sectorului privat ar trebui să își sporească contribuția la creșterea economică, fiind susținută de caracterul foarte acomodativ al orientării politicii monetare și de măsurile adoptate pentru a îmbunătăți funcționarea sistemului financiar. Cu toate acestea, se anticipează că redresarea activității va fi temperată într-o anumită măsură de procesul de ajustare a bilanțurilor în diferite sectoare.

Această evaluare este, de asemenea, reflectată în proiecțiile macroeconomice pentru zona euro ale experților BCE din luna martie 2011, care anticipează o creștere anuală a PIB real cuprinsă între 1,3% și 2,1% în anul 2011 și între 0,8% și 2,8% în anul 2012. În condițiile incertitudinilor ridicate, balanța riscurilor la adresa perspectivelor activității economice este în linii mari echilibrată.

5 EVOLUȚII FISCALE

La un an de la declanșarea crizei datoriei externe a Greciei, care s-a extins ulterior la o serie de state, situația finanțelor publice în zona euro este în linii mari stabilizată, chiar dacă – precum în alte regiuni ale lumii – rămâne precară. În această etapă, este esențial ca guvernele să își mențină angajamentele de consolidare fiscală, având în vedere faptul că tensiunile pe piața obligațiunilor guvernamentale sunt încă prezente. Prin urmare, este esențial ca toate statele zonei euro să implementeze în totalitate programele de consolidare fiscală în anul 2011. În cazul în care programele actuale sunt inadecvate, este necesar să se

detalieze și implementeze rapid măsuri corective suplimentare. Ulterior anului 2011, statele trebuie să specifice în programele de stabilitate acțiuni concrete de politică fiscală, de preferință bazate pe reducerea cheltuielilor structurale, precum reforme în domeniul sănătății și al sistemelor de pensii. Acestea ar trebui să susțină credibilitatea obiectivelor de consolidare fiscală pentru a se asigura o corecție rapidă a deficitelor excesive, o revenire în apropierea poziției de echilibru sau la poziția de surplus fiscal pe termen mediu și o reducere suficientă a ponderii datoriei publice în PIB.



BANCA CENTRALĂ EUROPEANĂ

EUROSISTEM

Casetă

PROIECȚIILE MACROECONOMICE PENTRU ZONA EURO ALE EXPERTILOR BCE

Pe baza informațiilor disponibile până la data de 18 februarie 2011, experții BCE au elaborat proiecțiile privind evoluțiile macroeconomice din zona euro¹. În ceea ce privește PIB real, se anticipează un ritm mediu anual de creștere cuprins între 1,3% și 2,1% în anul 2011 și între 0,8% și 2,8% în anul 2012. Se preconizează că rata inflației se va situa între 2,0% și 2,6% în anul 2011 și între 1,0% și 2,4% în anul 2012.

Ipoteze tehnice privind ratele dobânzilor, cursurile de schimb, prețurile materiilor prime și politicile fiscale

Ipotezele tehnice referitoare la ratele dobânzilor și la prețurile produselor energetice și ale materiilor prime non-energetice se bazează pe anticipațiile pieței în perioada încheiată la data de referință de 10 februarie 2011². Ipoteza privind ratele dobânzilor pe termen scurt are un caracter pur tehnic. Aceste rate sunt măsurate prin EURIBOR la trei luni, anticipațiile pieței având la bază ratele dobânzilor *futures*. Conform acestei metodologii, ratele dobânzilor pe termen scurt se vor situa, în medie, la 1,5% în anul 2011 și la 2,4% în anul 2012. Ipotezele tehnice privind randamentele nominale ale titlurilor de stat din zona euro cu scadența la 10 ani se bazează, de asemenea, pe anticipațiile pieței și indică un nivel mediu de 4,5% în anul 2011 și de 4,9% în anul 2012³. În ceea ce privește condițiile de finanțare, proiecția de bază include ipoteza conform căreia *spread*-urile dintre ratele dobânzilor la credite și ratele dobânzilor pe termen scurt se vor îngusta într-o oarecare măsură în cadrul orizontului de proiecție. Se anticipează că *spread*-urile dintre ratele dobânzilor la credite și ratele dobânzilor pe termen lung vor crește treptat, după declinul puternic înregistrat în trimestrul IV 2010, și vor reveni la nivelul mediu istoric la finele orizontului de proiecție. Se preconizează continuarea procesului de normalizare a condițiilor de creditare, deși se așteaptă ca acestea să exercite încă o ușoară presiune asupra activității economice în cadrul orizontului de proiecție. În privința prețurilor materiilor prime, în funcție de traiectoria indusă de prețurile contractelor *futures* în perioada de două săptămâni încheiată la data de referință, se anticipează că prețurile țiteiului Brent vor atinge o valoare medie de 101,3 USD/baril în anul 2011 și de

¹ Proiecțiile macroeconomice ale experților BCE le completează pe cele ale experților Eurosistemului, care sunt elaborate în comun de către experții BCE și cei ai băncilor centrale naționale din zona euro și care au frecvență semestrială. Metodele utilizate sunt compatibile cu cele ale proiecțiilor experților Eurosistemului și sunt descrise în documentul intitulat *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, BCE, iunie 2001, disponibil pe website-ul BCE. În vederea evidențierii incertitudinilor asociate acestor proiecții, rezultatele aferente fiecărei variabile sunt prezentate ca intervale de variație, care se calculează pe baza diferențelor dintre rezultatele efective și proiecțiile elaborate în ultimii ani. Amplitudinea acestor intervale este egală cu dublul valorii absolute medii a acestor diferențe. Metoda utilizată, care include și o ajustare în cazul producerii unor evenimente excepționale, este prezentată în publicația *New procedure for constructing ECB staff projection ranges*, BCE, decembrie 2009, disponibilă pe website-ul BCE.

² Ipotezele privind prețurile petrolului și alimentelor se bazează pe cotațiile *futures* până la sfârșitul orizontului de proiecție. În cazul altor materii prime, se presupune că prețurile vor urma tendința cotațiilor *futures* până în trimestrul I 2012, iar ulterior acestea vor evolua în concordanță cu activitatea economică mondială.

³ Ipoteza tehnică privind rata dobânzii pe termen lung pentru zona euro se calculează până la data de referință ca medie a randamentelor titlurilor de referință cu scadența la 10 ani ale țărilor zonei euro, ponderate cu PIB anual. Ulterior, aceasta se prelungeste pe durata întregului orizont de proiecție, utilizând profilul traiectoriei *forward* aferente curbei randamentelor în zona euro stabilite de BCE.

102,4 USD/baril în anul 2012. Se estimează că prețurile în USD ale materiilor prime non-energetice vor urma o traiectorie puternic ascendentă, majorându-se cu 27,5% în anul 2011 și cu 1,0% în anul 2012.

În ceea ce privește cursurile de schimb bilaterale, se anticipează că acestea vor rămâne nemodificate pe parcursul orizontului de proiecție, la nivelurile medii înregistrate în perioada de două săptămâni încheiată la data de referință. Această ipoteză implică un curs de schimb de 1,37 USD/EUR pe întreg orizontul de proiecție și un curs de schimb efectiv al euro care se depreciază, în medie, cu 1,1% în 2011 și se apreciază cu 0,1% în 2012.

Ipotezele privind politica fiscală se bazează pe programele bugetare naționale ale fiecărei țări din zona euro, disponibile la data de 11 februarie 2011. Acestea includ toate măsurile deja aprobate de parlamentele naționale sau care au fost prezentate în detaliu de către autoritățile guvernamentale și au o probabilitate ridicată de a fi adoptate în cadrul procesului legislativ.

Ipoteze privind contextul internațional

Ritmul de creștere a economiei mondiale a consemnat o accelerare relativă la sfârșitul anului 2010 și începutul anului 2011, pe fondul ameliorării condițiilor financiare la nivel internațional. Perspectivele pe termen scurt privind activitatea economică sunt, de asemenea, susținute de noile măsuri de stimulare fiscală adoptate de SUA. Cu toate acestea, poziția ciclică a economiei prezintă evoluții neuniforme de la o țară la alta. Perspectivele privind creșterea economică pe termen mediu a principalelor economii dezvoltate rămân relativ modeste, îndeosebi în țările în care este necesară continuarea redimensionării bilanțurilor. Totodată, condițiile în general nefavorabile de pe piețele imobiliare și persistența ratelor ridicate ale șomajului se estimează că vor afecta perspectivele pe termen mediu privind consumul privat în aceste țări. În schimb, se anticipează menținerea unei creșteri economice robuste și a unor presiuni inflaționiste ridicate în unele economii emergente. Conform estimărilor, PIB real mondial din afara zonei euro va crește, în medie, cu 4,7% în 2011 și cu 4,6% în 2012. Dinamica cererii externe în zona euro este așteptată să se situeze la 7,9% în anul 2011 și la 7,6% în anul 2012, reflectând revigorarea semnificativă a schimburilor comerciale internaționale. Aceste ritmuri de creștere sunt relativ superioare ritmurilor medii consemnate în deceniul anterior declanșării crizei financiare.

Proiecții privind creșterea PIB real

PIB real în zona euro a avansat cu 0,3% în trimestrul IV 2010, nivel egal cu cel înregistrat în trimestrul anterior. Privind în perspectivă, se estimează continuarea procesului de redresare economică, cererea internă devenind treptat principalul determinant al creșterii economice prin devansarea exporturilor. Această reechilibrare a activității economice reflectă efectele măsurilor de politică monetară din perioada anterioară, precum și eforturile semnificative depuse în vederea restabilirii funcționării eficiente a sistemului financiar. Cu toate acestea, se estimează că necesitatea redimensionării bilanțurilor în diferite sectoare de activitate, precum și eforturile de ajustare fiscală în vederea restabilirii încrederii în sustenabilitatea pe termen mediu a finanțelor publice, includă ca ipoteză în proiecții, vor afecta perspectivele privind creșterea economică în zona euro. În termeni anuali, după ritmul de creștere de 1,7% înregistrat în anul 2010, PIB real este prognozat să avanseze cu valori cuprinse între 1,3% și 2,1% în anul 2011 și între 0,8% și 2,8% în anul 2012. Având în vedere proiecțiile privind ritmul anual de creștere potențială care va fi semnificativ mai lent comparativ cu perioada anterioară crizei, se anticipează reducerea deviației PIB pe parcursul orizontului de proiecție.

Tabel A Proiecții macroeconomice pentru zona euro

(variații procentuale anuale medii)^{1),2)}

	2010	2011	2012
IAPC	1,6	2,0 – 2,6	1,0 – 2,4
PIB real	1,7	1,3 – 2,1	0,8 – 2,8
Consumul privat	0,7	0,6 – 1,4	0,4 – 2,2
Consumul administrațiilor publice	0,8	-0,3 – 0,5	-0,5 – 0,9
Formarea brută de capital fix	-0,8	0,4 – 3,4	0,7 – 5,5
Exportul de bunuri și servicii	10,9	4,9 – 9,5	3,0 – 9,2
Importul de bunuri și servicii	9,0	3,5 – 7,7	2,8 – 8,4

1) Proiecțiile privind PIB real și componentele acestuia se bazează pe date statistice ajustate cu numărul zilelor lucrătoare. Proiecțiile privind importul și exportul includ schimburile comerciale efectuate între țările din zona euro.

2) Datele, cu excepția celor referitoare la IAPC în anul 2010, se referă la zona euro, inclusiv Estonia. Variațiile procentuale anuale medii pentru inflația IAPC în anul 2011 se bazează pe o configurație a zonei euro care includea deja Estonia în anul 2010.

Proiecții privind prețurile și costurile

Conform estimării preliminare a Eurostat, rata anuală a inflației IAPC în zona euro a fost de 2,4% în luna februarie 2011. Se prognozează că inflația IAPC totală va continua să depășească valoarea de 2% până la finele anului 2011, îndeosebi ca urmare a scumpirilor recente semnificative ale produselor energetice și alimentelor. Ulterior, pe baza actualelor cotații *futures* ale materiilor prime, se anticipează ca dinamica prețurilor de import să se tempereze. În schimb, este așteptată intensificarea, într-o oarecare măsură, a presiunilor interne asupra prețurilor, reflectând redresarea treptată a activității economice și accelerarea dinamicii salariale, ceea ce conduce la o creștere progresivă a ratei inflației IAPC, exclusiv alimente și energie, în cadrul orizontului de proiecție. În general, se anticipează că rata medie anuală a inflației se va situa între 2,0% și 2,6% în anul 2011 și între 1,0% și 2,4% în anul 2012. Este proiectată o creștere mai rapidă a remunerării din muncă pe salariat în zona euro în următorii doi ani, pe măsura îmbunătățirii progresive a condițiilor de pe piața forței de muncă. Totuși, se estimează că remunerarea pe salariat va consemna o scădere marginală în termeni reali în anul 2011, datorită creșterii inflației, și că va redeveni ușor pozitivă în anul 2012. Întrucât se anticipează că dinamica productivității muncii se va tempera pe parcursul următorilor doi ani, costurile unitare cu forța de muncă, care au înregistrat un declin ciclic în anul 2010, se așteaptă să își reia traiectoria ascendentă în anul 2011 și să crească într-un ritm mai alert în anul 2012. În schimb, se estimează că această evoluție va limita creșterea marjelor de profit, care au înregistrat o revenire semnificativă în anul 2010.

Comparație cu proiecțiile din luna decembrie 2010

Comparativ cu proiecțiile macroeconomice ale experților Eurosistemului publicate în Buletinul lunar – decembrie 2010, limitele inferioare ale intervalelor de proiecție pentru creșterea PIB real în anii 2011 și 2012 au fost revizuite în sens ascendent, reflectând creșterea mai robustă a economiei mondiale și majorarea anticipată a exporturilor zonei euro, precum și îmbunătățirea perspectivelor privind cererea internă, potrivit indicatorului de încredere. În ceea ce privește inflația IAPC, intervalele prognozate pentru anii 2011 și 2012 au fost revizuite în sens ascendent comparativ cu proiecțiile pentru luna decembrie 2010, îndeosebi ca urmare a scumpirii peste așteptări a produselor energetice și alimentelor.

Tabel B: Comparație cu proiecțiile din luna decembrie 2010

(variații procentuale anuale medii)

	2010	2011	2012
PIB real – decembrie 2010	1,6 – 1,8	0,7 – 2,1	0,6 – 2,8
PIB real – martie 2011	1,7	1,3 – 2,1	0,8 – 2,8
IAPC – decembrie 2010	1,5 – 1,7	1,3 – 2,3	0,7 – 2,3
IAPC – martie 2011	1,6	2,0 – 2,6	1,0 – 2,4

Comparație cu prognozele altor instituții

Atât organizațiile internaționale, cât și instituțiile din sectorul privat au publicat o serie de prognoze pentru zona euro (Tabelul C). Totuși, acestea nu sunt strict comparabile una cu cealaltă sau cu proiecțiile macroeconomice realizate de experții BCE, întrucât au fost finalizate la momente diferite. În plus, sunt utilizate metode diferite (în parte nespecificate) pentru obținerea ipotezelor privind variabilele fiscale, financiare și externe, inclusiv pentru prețul petrolului și al altor materii prime. În cele din urmă, există diferențe între metodele de ajustare cu numărul zilelor lucrătoare de la o prognoză la alta.

Potrivit prognozelor puse la dispoziție în prezent de alte organizații și instituții, ritmul de creștere a PIB real din zona euro se va situa între 1,5% și 1,7% în anul 2011 și între 1,7% și 2,0% în anul 2012, niveluri conforme cu intervalele de variație prevăzute în proiecțiile experților BCE. În ceea ce privește inflația, prognozele disponibile anticipează că rata medie anuală a inflației IAPC se va situa între 1,3% și 2,2% în anul 2011. Majoritatea acestor prognoze sunt inferioare intervalului prezentat în proiecțiile experților BCE, deoarece este posibil ca acestea să nu fi luat încă în considerare majorările recente ale prețurilor materiilor prime. Prognozele privind inflația IAPC pentru anul 2012 indică rate ale inflației între 1,2% și 1,8%, încadrându-se în intervalul proiectat de experții BCE.

Tabel C Comparația prognozelor privind creșterea PIB real și inflația IAPC în zona euro

(variații procentuale anuale medii)

	Data publicării	Creșterea PIB		Inflația IAPC	
		2011	2012	2011	2012
OCDE	noiembrie 2010	1,7	2,0	1,3	1,2
Comisia Europeană	februarie 2011	1,6	1,8	2,2	1,7
FMI	ianuarie 2011	1,5	1,7	1,5	1,5
Sondajul în rândul specialiștilor în prognoză (<i>Survey of Professional Forecasters</i>)	februarie 2011	1,6	1,7	1,9	1,8
Previziunile <i>Consensus Economics</i>	februarie 2011	1,6	1,7	2,0	1,8
Proiecțiile experților BCE	martie 2011	1,3 – 2,1	0,8 – 2,8	2,0 – 2,6	1,0 – 2,4

Sursa: Prognoza interimară a Comisiei Europene, februarie 2011, pentru datele din 2011, și prognoza Comisiei Europene din toamna anului 2010, pentru datele aferente anului 2012; *IMF World Economic Outlook*, octombrie 2010, pentru inflație, și *World Economic Outlook Update*, ianuarie 2011, pentru creșterea PIB; *OECD Economic Outlook*, noiembrie 2010;

previziunile *Consensus Economics* și sondajul BCE în rândul specialiștilor în prognoză (*ECB's Survey of Professional Forecasters*).

Notă: Atât proiecțiile macroeconomice ale experților BCE, cât și prognozele OCDE prezintă ritmuri anuale de creștere ajustate cu numărul zilelor lucrătoare, în timp ce Comisia Europeană și FMI prezintă dinamici anuale de creștere neajustate cu numărul zilelor lucrătoare pe an. Celelalte prognoze nu specifică dacă datele sunt ajustate sau nu cu numărul zilelor lucrătoare.

© Banca Centrală Europeană, 2011

Adresa: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt pe Main, Germania
Adresă poștală: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt pe Main, Germania
Telefon: +49 69 1344 0
Fax: +49 69 1344 6000
Website: <http://www.ecb.europa.eu>

Toate drepturile rezervate.

Reproducerea informațiilor în scopuri necomerciale și educaționale este permisă numai cu indicarea sursei.